

الدورة الثامنة عشرة للمجمع الفقهي الإسلامي

المتاجرة بالهامش

Trading on The Margin

دكتور
شوقي أحمد دنيا
أستاذ الاقتصاد - وعميد كلية التجارة
جامعة الأزهر - فرع المنصورة

صفحه أبيض

بِسْــمِ اللَّهِ الرَّحْمَــنِ الرَّحِيــمِ

تلقيت بتقدير واعتزاز من الأستاذ الدكتور صالح المرزوقي الأمين العام للمجمع الفقهي الإسلامي بمكة المكرمة دعوة كريمة بالمشاركة في أعمال الدورة الثامنة عشرة للمجمع وذلك بتقديم ورقة علمية في موضوع "المتاجرة بالهامش".

وإني إذ أشكر لأمانة المجمع هذه الثقة فإنه ليسعدني أن أقدم هذه الورقة راجياً أن تكون وافية بالمطلوب:

ويمكن تقسيم هذه الورقة إلى الفقرات التالية:

١- الفكرة العامة للمتاجرة بالهامش.

٢- التصوير المالي المبسط لهذه المعاملة مع الاستعانة بمثال رقمي افتراضي.

٣- مزايا هذه المعاملة.

٤- مثالب هذه المعاملة.

٥- التكييف الفقهي لهذه المعاملة.

٦- الحكم الشرعي لهذه المعاملة.

٧- الخاتمة.

والله تعالى نسأل التوفيق والسداد

صفحه أبيض

فكرة المتاجرة بالهامش: Trading on The Margin

بداية تعرف هذه المعاملة في أدبيات التمويل والأسواق المالية باسمين:

١- الشراء بالهامش أو الشراء الهامشي "Margin Purchase" [١]

٢- التمويل النقدي الجزئي[٢]

وليس هناك ما يمنع من تسميتها بالمتاجرة بالهامش، حيث إن المسألة لاتخرج عن كونها متاجرة بنظام معين عادة ما تكون في أوراق مالية، والأصل في البيوع أن يتم تسليم كل من الثمن والمثمن عند التعاقد (البيع الحال) أو يتم تسليم المثمن وتأجيل الثمن "البيع الآجل" أو يتم تسليم المثمن وتأجيل الثمن (السلم) أو يتم تسليم المثمن وتقسيط الثمن "البيع بالتقسيط".

لكننا هنا أمام صورة مغايرة لكل ذلك. وقد ظهرت هذه الصورة في العديد من البورصات وخاصة في الدول الصناعية، حيث يقوم المشتري، وهو عادة ما يسمى بـ العميل أو المستثمر بطلب من أحد بيوت السمسرة بأن يشتري له عدداً من ورقة مالية؛ سهماً كانت أو سنداً بنظام الشراء الهامشي، وذلك بأن يقوم المشتري بدفع نسبة معينة من الثمن على أن يقوم السمسار بدفع باقي الثمن لبائع هذه الأوراق.

وقد يظن لأول وهلة أننا أمام مشترٍ متعدد مكون من شخصين. لكن الحقيقية غير ذلك فالمشتري شخص واحد، والشخص الثاني ليس طرفاً في العقد، وإنما هو سمسار يتولى شراء هذه الورقات لغيره كما يتولى بيعها لغيره، لكنه مع ذلك يقوم "إلزاماً" بإقراض المشتري ما يكمل الثمن. ومن ثم يحصل البائع للورقات المالية على ثمن ورقاته كاملاً حال تمام البيع. وبالطبع فإن السمسار يحصل من المشتري على عمولة السمسرة كما يحصل منه على فائدة على ما أقرضه من مال. وعادة ما يقوم السمسار باقتراض هذا المبلغ من أحد البنوك بفائدة، ثم يعيد إقراضه للمشتري للأوراق بفائدة أعلى

---

(١) د. منير هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الاسكندرية، منشأة المعارف، ٢٠٠٢، الجزء الأول ص ٢٤٣ .

(٢) د. منير هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، ١٩٩٩، ص ١٣٥ .

ويحصل على الفرق بين الفائدتين.

ثم يقوم السمسار بحجز هذه الأوراق المالية لديه، ولا يدفعها إلى المشتري لها ضماناً لحقوق لديه، بل ويسجلها باسمه هو، فهي مرهونة لديه ضماناً للقرض الذي قدمه للمشتري لها، وقد يستخدمها لتحقيق مصالحه.

هذه هي الفكرة العامة لما يعرف بالشراء الهامشي أو التمويل النقدي الجزئي، وإليك مزيداً من البيان والتوضيح من خلال هذا التصوير.

تصوير المعاملة بمثال رقمي افتراضيكما تحصل عملياً:

نفرض أن المشتري؛ مستثمراً كان أو مضارباً يريد شراء عدد معين من ورقة مالية ولتكن ١٠٠٠ ورقة، وبفرض أن ثمن الورقة ١٠٠ جنيه. وأنه مستعد لدفع نسبة من قيمة الصفقة ولتكن ٦٠٪ من الثمن، ويسمى ذلك بالهامش المبدئي Initial Margin عند ذلك يقوم المشتري بفتح حساب لدى شركة السمسرة يسمى حساب الهامش.

ويقوم السمسار بإقراض المشتري بقية الثمن والذي يمثل هنا ٤٠٪ من القيمة، وبذلك يمكن للبائع أن يحصل على كامل مستحقاته. ويحصل المشتري على أوراق قيمتها في مثالنا هذا ١٠٠٠٠٠ جنيه مع أنه لم يدفع من موارده سوى ٦٠٠٠٠ ألف فقط.

ويمثل هذا الهامش المبدئي دفعة من الثمن، كما أنه في هذا المجال يمثل ضماناً وأماناً للسمسار، وبالتالي للبنك الذي اقترض منه السمسار، حيث إن الورقة، لديه ومهما انخفض ثمنها، حتى ولو وصل إلى ٦٠٪ من قيمتها الأساسية فإنه ضامن لحقه، حيث إن من حقه أن يبيع الورقة ولو بغير رضى من المشتري.

وحتى يحقق السمسار لنفسه أكبر قدر من الأمان فإنه يتابع ويلاحظ يومياً أسعار الأوراق المالية Mark to market. وعند هبوط سعر الورقة يكون الهامش المبدئي الفعلي أقل من الهامش المبدئي المدفوع، أو بعبارة أصح يكون أقل من النسبة المتفق عليها، وهي هنا ٦٠٪، وقد ابتكرت الهندسة المالية هنا

تحوطاً يعرف بهامش الصيانة أو الوقاية (Maintenance Margin). ونسبته عادة أقل من نسبة الهامش المبدئي. وعادة مالا يقل الهامش المبدئي عن ٥٠٪ من الثمن، وقد يزيد، بينما لا تسمح بعض البورصات بهامش للصيانة أقل من ٢٥٪ من الثمن. ويجب ألا يقل الهامش الفعلي اليومي عن نسبة هامش الصيانة، وعندما ينخفض الهامش الفعلي عن هامش الصيانة يطلب السمسار من المشتري دفع مبلغ يدعم به الهامش الفعلي ليصل إلى الهامش الوقائي.

وإلا باع جزءاً من الأوراق المالية، وبهذا أو ذلك يرتفع الهامش الفعلي إلى مستوى هامش الصيانة. ومن ثم يصبح السمسار في أمان من عدم قدرة العميل سداد ما عليه. وبفرض أن القيمة السوقية للأوراق محل الصفقة قد ارتفعت، عندئذ يصير الهامش الفعلي أكبر من الهامش المبدئي، ويكون من حق العميل أن يسحب جزءاً من المبلغ الذي سبق وأن دفعه أو يزيد مشترياته من الأوراق محل الصفقة، على أن تتم تغطية قيمة هذه المشتريات الجديدة بقرض يحصل عليه السمسار، كما حدث في البداية، وهكذا فإن الشراء بالهامش يسمح آلياً بتخفيض أو زيادة حجم الاستثمار أو التعامل في ضوء الأوضاع المتغيرة للسوق. وهناك معادلات تحكم الهامش المبدئي هي[١]:

$$\text{نسبة الهامش المبدئي} = \frac{\text{ح}}{\text{ق}} \qquad (١)$$

$$= \frac{\text{ق} - \text{ر}}{\text{ق}} \qquad (٢)$$

$$= \frac{(\text{ن} \times \text{س}) - \text{ر}}{\text{ن} \times \text{س}} \qquad (٣)$$

حيث (ح) تمثل حقوق الملكية، أي المبلغ الذي سيدفعه العميل من أمواله الخاصة في البداية، (ق) تمثل القيمة السوقية للورقة المراد شراؤها، (ر) تمثل قيمة القرض المطلوب الحصول عليه، (ن) تمثل عدد الأوراق محل الصفقة، أما (س) فتمثل السعر الذي ستشتري به الورقة.

وفي مثالنا المذكور نجد أن المشتري دفع من قيمة الصفقة مبلغ ٦٠٠٠٠

---

(١) د. منير هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص ١٣٥ .

جنيه، بينما دفع السمسار مبلغ ٤٠٠٠٠ جنيه، وقيمة الصفقة هي ١٠٠٠٠٠ جنيه. وبفرض أن ثمن الورقة ارتفع فأصبح ١٥٠ جنيهاً، وبفرض أن هامش الورقة هو ٣٠٪ [١].

عندئذ تصبح نسبة الهامش الفعلي على النحو التالي:

نسبة الهامش الفعلي = $\frac{١٠٠ \times ١٥٠ - ٤٠٠٠}{١٠٠ \times ١٥٠}$ = $\frac{١١٠٠٠}{١٥٠٠٠}$ = ٣, ٧٣, ٠٪

ومعنى ذلك أن قيمة حقوق الملكية ارتفعت من ٦٠ الف جنيه إلى ١١٠ ألف جنيه (الفرق بين القيمة السوقية للأسهم «١٥٠ ألف جنيه» وقيمة القرض «٤٠ ألف جنيه». وحيث إن الاتفاق مع السمسار يقضي بأن يكون الهامش المبدئي ٦٠٪، وعليه لاتزيد حقوق الملكية عن ٩٠ ألف جنيه، ومعنى ذلك إمكانية قيام العميل بسحب ٢٠ ألف جنيه:

٠,٦٠ = $\frac{ح}{١٥٠٠٠٠}$ = ٩٠ ألف جنيه

وبفرض أن سعر السهم انخفض إلى ٩٠ جنيهاً، وبالتالي تصبح القيمة السوقية للصفقة ٩٠ ألف جنيه، وحيث إن قيمة القرض ٤٠ ألف جنيه فإن حقوق الملكية تنخفض إلى ٥٠ ألف جنيه (٩٠ − ٤٠) ويصبح الهامش الفعلي ٦, ٥٥٪.

الهامش الفعلي = $\frac{٥٠٠٠٠}{٩٠٠٠٠}$ ٦, ٥٥٪.

(١) نفس المرجع، ص ١٣٩ وما بعدها. والمثال المذكور مأخوذ منه.
- راجع كذلك د. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، ٢٠٠٣، ص ١٤٧ وما بعدها.

وطالما أن الهامش الفعلي مازال أعلا من هامش الوقاية فإن الوضع يستمر على ماهو عليه. وبفرض أن سعر السهم انخفض إلى ٥٠ جنيهاً، عند ذلك نجد أن الهامش الفعلي أصبح أقل من هامش الوقاية، وبالتالي صار من الضروري مطالبة العميل بزيادة مساهمته.

وذلك أن القيمة السوقية أصبحت ٥٠ ألف جنيه، حيث إن قيمة القرض ٤٠ ألف جنيه فإن حقوق الملكية أصبحت ١٠٠٠٠ وهي تساوي هامشاً فعلياً نسبته ٢٠٪.

$$(\frac{١٠٠٠٠}{٥٠٠٠٠} \times ١٠٠)$$

وحتى يرتفع الهامش الفعلي إلى هامش الوقاية يجب إضافة خمسة آلاف جنيه

ليصبح ١٥٠ ألف جنيه $(٠,٣٠ = \frac{ح}{٥٠٠٠٠})$.

وإذا لم يرغب العميل في زيادة مساهمته يقوم السمسار ببيع جزء من الأوراق محل الصفقة، وما يحصل عليه السمسار من المبيعات يستخدم في سداد جزء من القرض.

مزايا الشراء بالهامش:

يعد الشراء بالهامش عند علماء التمويل أحد المنتجات المهمة للهندسة المالية[●] ويثير إعجاب العديد منهم، كما أنه يلقى ترحيباً قوياً من الكثيرين[١]. فما هي مزايا هذا المنتج المالي الجديد؟ يعزى لهذا المنتج الهندسي المالي ميزة الانسياب والابتعاد عن التعقيدات، كما يعزى له ما يحققه من تغطية ذاتية ضد المخاطر. وكل ذلك يمكن إدراكه من النظر في ميكانيكية عمل هذا النظام، كما ظهر لنا من التصوير السابق. يضاف إلى

● لمزيد من المعرفة بمفهوم ووظائف الهندسة المالية يراجع د. منير هندي، المرجع السابق ص ١٣ وما بعدها.

(١) د. منير هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطرة، مرجع سابق، جـ١ ص ٢٤٩ وما بعدها.

ذلك ما يوفره من ركن الاستمرارية فهو نظام قابل للبقاء والاستمرار، وذلك من خلال كونه يحقق مكاسب ومزايا لكل الأطراف المتعاملة به. ويمكن توضيح ذلك في الفقرات التالية:

١- بالنسبة للمشتري أو المستثمر أو المضارب حقق له الحصول على قرض يدعم ما لديه من موارد بسعر فائدة أقل مما لو قام هو باقتراضه من البنك. ثم إنه قد حصل على أصول ذات قيمة أكبر من موارده، فهو قد دفع أقل ليحصل على الأكثر[١]. ومن ثم فقد حرر جزءاً من موارده لاستخدامه واستثماره في أعمال أخرى. ثم إنه تمكن من اغتنام فرصة انخفاض سعر بعض الأوراق المالية فقام بشراء كمية كبيرة منها دون تحمل ضغط قلة موارده. ولا شك أن لجوءه إلى البنك لاستكمال ثمن الصفقة قد يستغرق وقتاً أطول، وبالتالي قد يرتفع سعر الورقة، فتضيع عليه فرصة تحقيق المزيد من الأرباح. يضاف إلى ذلك أن هذا النظام يحقق للمشتري مطلب السيولة والذي يعطيه قدراً متزايداً من الأمان، حيث يمكنه يومياً بل وفي أي لحظة خلال اليوم أن يراجع قراره الاستثماري، والتخلص من استثماراته في أي لحظة[٢].

٢- بالنسبة للسمسار. نجد هذا النظام قد حقق له مكاسب تتمثل في حصوله على عوائد وعمولات، فما يدفعه للبنك أقل مما يحصل عليه منها من المشتري، كما أنه يحصل من المشتري على عمولات لقيامه بالسمسرة، فهو يشتري له كما يبيع له أيضا. والمهم في الأمر أنه لا مخاطر عليه في ذلك، لأن النظام يكفل وضع الأوراق المالية تحت يده، كما أن الهامش الذي دفعه المشتري يمثل ضمانة قوية لعدم خسارته، لا سيما إذا ما أدركنا مكيانيكية عمل هذا النظام.

---

(١) د. محمد عمر شابرا، نحو نظام نقدي عادل، المعهد العالي للفكر الإسلامي، فرجينيا، الولايات المتحدة الأمريكية، ١٩٨٧، ص ١٣٥ .

(٢) د. معيد الجارحي، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام من أعمال ندوة الإدارة المالية في الإسلام، المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية، عمان ١٩٨٩، جـ١ ص ١٢٦ .

٣- أما بالنسبة للبنك الذي أقرض السمسار فقد وظف أمواله، بقدر ضئيل من المخاطر نتيجة لآليات هذا النظام.

٤- أما بالنسبة للمستوى القومى فيرى البعض أن هذا النظام يمكن البنك المركزي من مواجهة التقلبات الاقتصادية من تضخم وكساد، ومن ثم توسيع الاستثمارات المالية أو تقليلها، وذلك من خلال تحكمه في نسبة الهامش المبدئي. فعند التوسع الزائد في الاستثمار، وما ينجم عنه من مشكلات التضخم فإن البنك المركزي يقوم برفع نسبة الهامش المبدئي، وبذلك يحد من اندفاع الناس لشراء الأوراق المالية، ويحدث العكس عند بطء حركة الاستثمارات في البورصة.

وبهذا يحقق هذا المنتج المالي فوائد ومكاسب لجميع الأطراف وبذلك يتوفر فيه مبدأ الاستمرارية[١].

لكن أليس للنظام وجه آخر؟ وهل بالفعل وفي الواقع تتوفر هذه الميزات؟ وأليست له مثالب ومضار على الأطراف ذات الشأن أو على الأقل على بعضها؟

هذا ما يمكن أن نعرفه ولو باختصار في الفقرة التالية:

مضار ومخاطر الشراء بالهامش:

بقدر ما أثار هذا النظام في المتاجرة إعجاب البعض بقدر ما أثار ذعر واستياء البعض الآخر. وجوهر القول فيه إن نظام جمع بين الوجهين المتضادين، وجه حسن وجيد ووجه آخر سيىء ورديء. ومشكلته أنه من الصعب إن لم يكن من المتعذر فصل هذا الوجه عن ذلك، بل إن الأمر فيه ليصل إلى حد أنه كلما زاد أحد وجهيه حسناً كلما زاد الوجه المقابل سوءاً.

وبالاختصار إن هذا النظام يمثل إغراء متزايد لأطرافه، وخاصة المستثمر والسمسار، ومن ثم يلقى إقبالاً قوياً على استخدامه، وغالباً ما ينجم عن ذلك مزيد من المخاطر والمضار، وبخاصة على المستثمر وعلى البورصة وعلى الاقتصاد القومي.

(١) منير هندي، الفكر الحديث.. ص ٢٤٨ وما بعدها.

إن قاعدة "كلما زاد العائد كلما زاد الخطر" تتجسد بشكل واضح في هذا النظام. إن هذا النظام بالنسبة للسمسار قد لا يكون ضرره ومخاطره محسوسة، واضحة لأنه يحتوي على آليات حامية واقية له ضد مختلف المخاطر. كما أنه في غالب الأمر كذلك بالنسبة للبنك، لأنه من خلاله يتعامل مع بيوت سمسرة معروفة وذات مراكز مالية قوية في البورصة، وعادة ما تكون لها حساباتها في البنك، وهي تؤمن نفسها، وبتأمينها نفسها تؤمن في نفس الوقت البنوك التي تتعامل معها، وقد تودع فيها الأوراق المالية.

أما بالنسبة للمستثمر أو المشتري أو المضارب فهنا مكمن الخطر. فهم وإن كانوا يستفيدون بقوة في بعض الحالات فإنهم يضارون بعنف شديد في حالات أخرى، والمسألة تكاد بالنسبة لهم تدخل في باب الحظ أو المغامرة أو المخاطرة الجسيمة. إنهم يحصلون على الكثير من الأموال في مقابل دفع القليل من مواردهم الذاتية. تصور إنساناً يشتري منزلاً مثلاً قيمته مليون جنيه مع أنه لم يدفع من ماله فيه سوى نصف مليون. وعندما يرتفع سعره يبيعه محققاً مكاسب كبيرة وبمعدلات مرتفعة، وخاصة إذا ما نسبت إلى الجزء الذي يدفعه كهامش مبدئي أو كحق ملكية. إنه نظام أو أسلوب يغري على الشراء بما يفوق القدرة ويتجاوز الموارد. ماذا لو تقلبت الأسعار بالهبوط؟ هنا يلحق المشتري ضرر بالغ، وخاصة أنه مدين مقترض بفوائد، وقد يتعرض للانهيار والإفلاس. ولا سيما إذا ما كان مشترياً بغرض المضاربة على الأسعار، فهي ذات مخاطر عالية تجعلها تدخل في نطاق المراهنة[١]. وعلى المشتري أن يعي جيداً أنه من خلال هذا النظام يكون مذعناً للسمسار خاضعاً لرغبته ومصلحته. ثم من الذي أدراه بالفعل عن الأسعار الحقيقية للورقة المالية، سواء في البداية أو كل يوم، إن إغراء المشتري على التعامل بهذا النمط في المتاجرة يزداد كلما قل الهامش المبدئي، وذلك لكبر العائد الذي قد يحدث، ولكن لسوء الحظ فإنه كلما

(١) د. معبد الجارحي، مرجع سابق، ص ١٢٦ .

حدث ذلك زادت المخاطرة قوة وارتفاعاً. كما يتضح من الجدول التالي:

معامل المخاطرة عند مستويات مختلفة من الهامش المبدئي

الهامش المبدئي (٪)	معامل المخاطر
١٠٠	١,٠٠
٨٠	١,٢٥
٦٠	١,٦٧
٤٠	٢,٥٠
٢٥	٤,٠٠

المصدر: د. منير هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ص ١٤٣ .

وبوجه عام كلما زادت الأسعار السوقية كلما حقق هذا النظام للمشتري عائداً أعلى مما يحققه له نظام الشراء العادي ذي التمويل النقدي الكامل.

وكلما هبطت الأسعار السوقية، كلما كان عائد الشراء العادي أعلا من عائد الشراء بالهامش[1].

ومما يلفت النظر هنا أن مرجع كل تلك الأمور هو باعتراف خبراء التمويل نظام الاقتراض والمداينة. وهم يسجلون له أنه نظام يرفع من معدلات العائد وهو في الوقت ذاته يرفع من معدلات المخاطر وهو ما يعرف بالرافعة المالية[2]، وهو بذلك يقترب بالمتعاملين إلى المراهنين والمضاربين ويقترب بالسوق إلى كونها دار للرهان والقمار.

---

(١) د. منير هندي، الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٤٦ وما بعدها.

(٢) لمعرفة موسعة يراجع د. نظير رياض وآخرون، الادارة المالية والمتغيرات المعاصرة، القاهرة، بدون ناشر، ٢٠٠١م، ص ٢٧٢ وما بعدها.

شهادة خبير من أهله:

ربما كان تقرير الاقتصادي اللامع موريس آليه الحائز على جائزة نوبل أقوى برهان على إدانة هذا النظام، وهذه بعض فقراته "سواء في مجال المراهنة على النقود أو المراهنة على الأسهم أضحى العالم ملهى رحباً وزعت فيه موائد اللعب طولاً وعرضاً والألعاب والمزايدات التي يشترك فيها ملايين اللاعبين لا تتوقف أبداً، ولوحات التسعير في كل البورصات، الائتمان يدعم المراهنة، إذ يمكنك أن تشتري بدون أن تدفع وأن تبيع بدون أن تحوز..

وإذا كان من الممكن أن تشتري بدون أن تدفع وأن تبيع بدون أن تحوز، فعند توقع ارتفاع أسعار الأسهم إذا كان بإمكان الناس الشراء مع تمويل مشترياتهم بقروض مصرفيه مضمونة بإيداع الأسهم فإن الأسعار ترتفع في الحال. وكل من اشترى في مثل هذه الظروف سيشهد في الغد ارتفاع الأسعار، وهذا الارتفاع سيحقق توقعاته، ويحفز على الإقراض من جديد، لأجل الشراء من جديد، وبهذا فالارتفاع يجلب الارتفاع، وتتضاعف المكاسب على الورق، ويصبح المشتري ثرياً أكثر فأكثر بسهولة أكبر فأكبر والازدهار العام يحرض المصارف على المزيد من الإقراض، إذ أن مكاسبها تزداد كلما أقرضت. مثل هذا الارتفاع في الأسعار لا يقف في وجهه أي عائق، إذ يكفي اعتقاد الارتفاع واستمراره حتى ترتفع أسعار الأسهم وتبلغ مستويات لاسابق لها. ويشعر حائزو الأسهم بتزايد ثرواتهم، ولكنهم في الحقيقة مالم يبعوا أسهمهم التي في حيازتهم فإن أرباحهم لاتوجد إلا على الورق. غير أن مثل هذه العملية، مهما كانت قوة اندفاعها، لا يمكن أن تستمر إلى مالا نهاية، ففي لحظة أو أخرى يدرك بعض المتعاملين المتبصرين أن الأسعار صارت غير معقولة فيشرعون في البيع. وحالما يبدأ الانخفاض يتوجب على المقترضين الذين راهنوا على ارتفاع الأسعار أن يواجهوا وعودهم بالدفع، وكلما كانت اقتراضاتهم أكبر كانت الصعوبات التي يواجهونها أكبر، إن لم تصبح متعذرة الحل، فعليهم للوفاء بالتزاماتهم أن يُصفُّوا أموالهم الأخرى،

مما ينشأ معه ضغط يؤدي إلى انخفاض عام في الأسعار. هذه الصعوبات تؤدي إلى فقدان الثقة بالاقتصاد كله..[١].

وقبل موريس آليه اعترف الاقتصادي المشهور كينيز بخطورة هذه المعاملات وبأن التعامل في سوق الأوراق المالية قماري في معظمه، كما أن وجود فرص توظيف الأموال في الإقراض بفائدة يجعل من الضروري أن يكون القمار طابع أسواق المال[٢].

ومعنى ذلك كله أن هذا النظام في المتاجرة تنجم عنه مفاسد ومضار كبيرة وعديدة على المستوى القومي، وعلى مستوى أطرافه أو على الأقل بعضهم، كما أنه مصدر رئيس للقروض الربوية[٣]. بالإضافة إلى أنه مصدر رئيس لعقود الخيارات ذات المضار والمخاطر الجسيمة[٤].

ونخلص من ذلك إلى أنه من الخطأ اعتبار هذا المنتج المالي منتجاً حسناً جيداً، فالثابت أن مضاره أكبر من منافعه، كما ثبت أنه لعب دوراً قوياً في حدوث الكساد العظيم في عام ١٩٢٩[٥]. وفي ضوء ذلك نجدنا نتفق تماماً وما قاله الدكتور محمد عمر شابرا من "إن المشتريات والمبيعات بالغطاء تسبب بلا داع توسعاً أو تقلصاً في حجم الصفقات، ومن ثم في أسعار الأوراق المالية، ودون أي تغيير فعلى في عرض هذه الأوراق أو في الظروف الاقتصادية المحيطة. بل إن تغير نسب التغطية (الهامش) ومعدلات الفائدة لابد وأن يضيف في خاتمة المطاف إلى أسواق الأوراق المالية بعداً آخر من الشك ودعم الاستقراء، فإن تخفيض نسب التغطية أو معدلات الفائدة يولد حرارة غير ضرورية في السوق، ثم إن رفع هذه المعدلات بهدف إعادة الصحة إلى السوق تجبر المضاربين على تصفية مراكزهم، ذا يؤدي إلى

(١) الشروط النقدية لاقتصاد الأسواق – من دروس الأمس إلى اصلاحات الغد. المعهد الإسلامي للبحوث – البنك الإسلامي للتنمية، سلسلة محاضرات العلماء البارزين رقم (١) ١٩٩٣م.

(٢) انظر د. معبد الجارحي، مرجع سابق، ص ١٢٥ .

(٣) د. معبد الجارحي، مرجع سابق، ص ١٣٣ .

(٤) د. محمد عمر شابرا، مرجع سابق، ص ١٣٨ .

(٥) د. منير هندي، الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٧٥ .

خفض الأسعار وذبح بعض المضاربين في مذبح الآخرين العارفين بما سيجري[1].

التكييف الفقهي للمتاجرة بالهامش:

من الواضح أن هذه المعاملة تعد جديدة في مجال الصيغ والنماذج للعقود المعروفة في كتب الفقه. وقد يتبادر إلى الذهن عند الوهلة الأولى أن قيام المشتري بشراء صفقة مع دفعه لجزء من ثمنها واقتراض من الغير لتغطية باقي الثمن هو أمر معروف وطبيعي في دنيا المعاملات، لكن المسألة عند التحري والتمعن غير ذلك تماماً. فنحن أمام حالة من الشراء مع دفع جزء من الثمن من الموارد الذاتية للمشتري ويتم دفع الجزء الباقي من خلال السمسار الذي قام بشراء السلعة أو الورقة المالية لحساب المشترى حيث يقرض السمسار المشتري بقية الثمن. ثم يقوم بالاحتفاظ بالأصل المشترى لديه كرهن حيازي ضماناً لسداد المشتري القرض والعمولة والفائدة، والأكثر من ذلك أنه يسجل الأوراق المالية المشتراة باسمه، كما أنه يجبر المشتري على زيادة ماسبق أن دفعه عند انخفاض الأسعار، وإذا لم يمتثل لذلك باع السمسار جزءاً من الأوراق المالية جبراً عنه، وعند ارتفاع الأسعار يكون من حق المشتري سحب جزء من المبلغ الذي سبق أن دفعه. ومن ذلك يتضح أن هذه المعاملة معقدة ومكونه من العديد من الجوانب والعناصر، وهي بهذا تمثل صورة جديدة تماماً من التعامل. وهذا ما يعترف به علماء التمويل والأسواق المالية، حيث يعتبرونه من أنواع المنتجات الحديثة لما يعرف بالهندسة المالية.

ونحن بهذا أمام مشتر واحد لكن الثمن يشترك في دفعه اثنان بالضرورة، والثاني يدفع ما يدفعه من الثمن على سبيل القرض للمشتري.

فهل نحن بذلك حيال هذه المعاملة أمام عقد يجمع بين البيع والقرض،

---

(١) مرجع سابق، ص ١٣٦ .

وهو ما يعرفه الفقه الإسلامي ويرفضه؟ يرد على ذلك أن المعهود لدى الفقه في حال اجتماع البيع والقرض أن يتم ذلك من البائع والمشتري، فتجري بينهما صفقة بيع مقرونة بقرض من أحدهما للآخر. وحيث إنه من المتوقع أن ينتفع هنا المقرض من قرضه منع اجتماع البيع والقرض.

بينما ما نحن بصدده ليس كذلك، فالبائع لا علاقة له من قريب أو بعيد بعملية القرض، ولا يعرف عنها شيئاً فقد باع أورقاً وقبض ثمنها وانتهى أمره.

فهل علاقة المشتري بالسمسار هي العلاقة المعهودة في الفقه الإسلامي، حيث يتولى شخص له دراية ومعرفة بالسوق بالشراء لشخص آخر لادراية له نظير عمولة معينة؟.

في الواقع إن الأمر هنا، من خلال التصوير السابق لهذا النظام، مغاير لذلك. فعنصر السمسرة قائم ولا مجال لنكرانه، لكنه انضم إليه من العناصر ما يجعله مغايراً لعقد السمسرة الطبيعي العادي المعهود. فهناك الإقراض الإلزامي الذي يقدمه السمسار للمشتري، وهناك نظام زيادة ما دفعه المشتري وإنقاصه، وهناك حجز الأوراق المشتراة إجباراً لدى السمسار، وهناك حقه في التصرف فيها جبراً عن المشتري في بعض الحالات. وإذن فعلاقة السمسار بالمشتري تجمع هنا في الحقيقة بين السمسرة والإقراض والرهن.

وليس معنى ذلك أننا في المتاجرة بالهامش أو في الشراء بالهامش أمام عقد مركب من سمسرة وقرض ورهن لأن العقد المركب المعهود هو ما يكون بين طرفي العقد الأصليين، والأمر هنا غير ذلك حيث إن الطرفين الأصليين هما البائع والمشتري. ولا يوجد بينهما سمسرة ولا إقراض ولارهن. وحتى لو ضممنا البائع وأدخلنا عقد البيع في الحسبان فنكون أمام عقد مركب من بيع وسمسرة وقرض ورهن، وهناك أطراف ثلاثة لا مجال لانفكاك طرفين منهما دون الثالث. والأولى من ذلك كله أن ننظر لهذه المعاملة على أنها معاملة مستجدة، لا تكيف فقهاً من خلال إلحاقها بهذا العقد أو ذلك من العقود المعهودة في الفقه، وإنما ينظر لها على أنها عقد مستجد يسمى

الشراء بالهامش، ويحكم عليه شرعاً من خلال محاكمته أمام النصوص والقواعد الشرعية. وهذا ما نعرض له في الفقرة القادمة.

الحكم الشرعي للشراء بالهامش:

في ضوء ما سبق من تصوير مالي لهذا النموذج من الشراء، وكذلك ما سبق من تبيان لآثاره وما ينجم عنه اقتصادياً يمكن القول إن هذا النموذج من الشراء مرفوض شرعاً، وذلك لحيثيات عديدة أهمها:

١- أنه يتضمن في صلبه قرضاً ربوياً يقدمه السمسار للمشتري. ووجود ذلك يبطل العقد، ولا يقال يصح العقد ويفسد الشرط الربوي. فلا يمكن تصور قيام عقد الشراء هذا دون وجود قرض ربوي.

وبهذا الصدد أطرح مسألة للنظر الفقهي فيها. إذا كان الشراء بهذا الشكل محظوراً شرعاً فهل البيع كذلك. وتظهر المسألة بوضوح فيما لو تم الشراء فإن المشتري يأثم لكن هل البائع هو الآخر يأثم إذا لم يكن على علم بنظام الدفع؟.

٢- هذا الشراء يدخل باعتراف خبرائه في ميدان المراهنة والمقامرة، وهي حرام شرعاً.

٣- هذا الشراء باعتبار ما ينجم عنه ومآلاته يولد المزيد من المضار والمخاطر، سواء على بعض أطرافه أو على المجتمع ككل، وذلك من خلال ما يحدثه من هزات اقتصادية عنيفة تلحق أبلغ الأضرار بالاقتصاد القومي. وهو بذلك يصير مرفوضاً شرعاً.

٤- ثم إنه يعد مدخلاً لعقود أخرى مرفوضة لما تولده من أضرار، وما يؤدي إلى حرام فهو حرام.

٥- وكذلك هو يعين على تصرفات محرمة من قبل السمسار ومن قبل البنوك والإعانة على المعصية حرام شرعاً.

٦- ثم إنه بما يحدثه من تقلبات حادة وسريعة في الأسعار بغير مبرر موضوعي، وإنما جرياً وراء مصالح خاصة فإنه يدخل في الممارسات

المرفوضة شرعاً والتي فيها بيع النجش والبيع الصوري وبخس الناس أموالهم. ولاشك أن الشراء بالهامش هو في غالب حالاته بيع صوري أو مظهري (wash sale) وهو تماماً ما عبر عنه الحديث الشريف بالنجش.

٧- وينضم إلى ذلك ما فيه رأي بعض الباحثين من بيع السلعة قبل قبضها. وهذا ممنوع شرعاً. لكن يرد على ذلك أن الأوراق المالية محل الصفقة قد قبضت بالفعل من البائع وتسلمها المشتري، وإن كان من خلال سمساره. المهم أنها أخرجت من تحت يد البائع ودخلت في حوزة المشتري، ولا يضير بعد ذلك ما يحدث بين السمسار والمشتري، المهم أن النص النبوي القائل بمنع البيع قبل القبض لا أرى أنه ينطبق هنا.

٨- بالطبع فإن الأوراق المالية والتي هي عادة ما تكون محل صفقة الشراء بالهامش تحتوي على أسهم وسندات. وكلامنا هنا ينصرف إلى الأسهم، أما التعامل في السندات ذات الفائدة فهو مرفوض مطلقاً، ولا يجوز شراؤها بتمويل كامل أو بتمويل جزئي.

وبالطبع فإن محور الحديث حول معاملة معينة تحدث في البورصات هي المتاجرة بالهامش، وهي غالبا ما تكون في أوراق مالية. ومن المعروف أن التعامل في الأسهم من حيث المبدأ وبفرض أنه بيع وشراء عادي مع دفع كامل الثمن فإن ذلك يجوز طالما لم تكن أسهم شركات ذات نشاط محرم.

وفي النهاية أحب أن أشير إلى أن الشراء بالهامش قد أثير عرضاً في ندوة الأسواق المالية من الوجهة الإسلامية، المنعقدة في الرباط خلال شهر ربيع الثاني ١٤١٠هـ، وفيها طرح هذا السؤال: ما حكم شراء السهم ودفع جزء من قيمته وإقراض السمسار الباقي. وكان الجواب: الشراء جائز والإقراض مقبول بشرط ألا يترتب عليه أية زيادة في مقدار القرض. وتعليقي أن هذا غير الواقع وعلى خلاف ما يجري عليه العمل في البورصة حيث لاقرض بغير فائدة. وبالتالي فالسؤال في واد والجواب في واد آخر.

كما قد أثير عرضاً في دورة مجمع الفقه الإسلامي السابعة عند تناول

الأسواق المالية. وفي بحث الدكتور القر داغي وجدناه يحرمه قائلاً: "هذه الصورة بهذا الواقع الربوي لا تقبلها الشريعة الغراء، إذ مخالفتها لها واضحة جداً[(١)] وهذا هو مانراه.

ملاحظة ختامية:

تعبير الهامش (Margin) يظهر في البورصة في مجالين؛ مجال الأسواق الحاضرة، وهو ما تحدثنا عنه في هذه الورقة، ومجال الأسواق الآجلة أو بالأحرى المستقبلية وهو ما نلقي نظرة سريعة عليه هنا.

في العقود المستقبلية[(٢)] حيث يتفق اثنان على أن يجريا صفقة مستقبلية، أحدهما يشتري والثاني يبيع، ويتم ذلك في بورصات معينه. وفي هذا النوع من العقود يظهر الهامش كضمان لنجاح سوق هذه العقود، حيث يؤمن وفاء كل المتعاملين فيها بالتزاماتهم، وذلك من خلال تقديم ضمان نقدي معين يسمى الهامش. وهنا نجد، كما في العقود الحاضرة، الهامش المبدئي وهامش الصيانة، ونجد تعلية الهامش الفعلي إذا انخفض عن هامش الصيانة وإلا صفي حساب الطرف الذي لم يستجب لذلك. وما يقدمه كل من البائع والمشتري من هامش مبدئي يدفع إلى السمسار الذي يقوم بدوره بإيداع هامش لدى غرفة المقاصة ويسمى أيضا هامشاً مبدئياً.

وهناك فروق عديدة بين الهامش في العقود الحاضرة والذي يسمى الشراء بالهامش، والهامش في العقود الآجلة "المستقبلية" فهو هناك نسبته أعلى بكثير منه في العقود المستقبلية. ثم إنه في العقود الحاضرة يكيف الهامش على أنه دفعة مقدمة في معاملة يتم فيها اقتراض النقود من السمسار، بينما يقصد به في العقود الآجلة حسن النية Good Faith، وليس دفعة مقدمة، لأن ملكية السلعة لم تنقل في العقود المستقبلية عند إبرام العقد. وبالتالي فالهامش هنا ضمان لكمال العقد، بينما هو هناك جزء من

---

(١) مجمع الفقة الإسلامي، مجلة المجمع، العدد السابع، الجزء الأول، ١٤١٢هـ، ص ١٦٤ .

(٢) د. طارق حماد، مرجع سابق، ص ١٥٩ وما بعدها.

ثمن الصفقة وضمان في نفس الوقت للجزء الثاني، وهكذا نجد أن فكرة الهامش تظهر في مواطن متعددة في البورصة. لكنها في بعض المواطن تظهر باسمها ومصطلحها كما هو الحال في المتاجرة بالهامش أو الشراء بالهامش أو التمويل بالهامش في الأسواق الحاضرة. وفي بعض المواطن لاتظهر كمعاملة قائمة بذاتها وإنما تعتبر عنصراً من عناصر معاملة تسمى بالعقود المستقبلية.

ومن الواضح أن العقود المستقبلية لا تدخل في نطاق ورقتنا هذه لأنها مغايرة كل المغايرة للشراء بالهامش. وتحتاج دراسة مستقلة تجلى صورتها وتمكن من تكييفها والحكم الشرعي عليها.

صفحه أبيض

الخاتمة

في هذه الورقة القصيرة عرضنا بقدر من العجالة لمعاملة مالية مستجدة في عالم البورصة تسمى بالمتاجرة بالهامش. موضحين مفهومها، مصورين لجوانبها وآليتها، مقومين لها من حيث ما فيها من ميزات ومنافع وما فيها من مضار ومخاطر. ثم محاولين تكييفها فقهياً، وأخيراً مبينين ما نراه حيالها من الناحية الشرعية.

ولعل أهم ما خلصت إليه الدراسة أنها معاملة مستجدة وليست مندرجة تحت عقد من العقود المسماة المعهودة في الفقه، ومن ثم يتعرف على حكمها من خلال محاكمتها أمام النصوص والأصول والقواعد الشرعية. وليس من خلال إعطائها حكم عقد من العقود المعروفة. كذلك خلصت الدراسة إلى أنها معاملة لا تجيزها الشرعية، لما فيها من مخالفات عديدة للنصوص والأصول والقواعد الشرعية. مع ما يضاف إلى ذلك مما تجلبه من مضار جسيمة على مختلف الأصعدة الجزئية والكلية.

والأولى بنا معشر المسلمين أن ننظر جيداً فيما لدينا من نصوص وأصول وقواعد وفيما تحت أيدينا من عقود معروفة. ونطبق في معاملاتنا ما يتواءم وتلك الأصول، واثقين في الوقت نفسه من أن ما يطبق عندئذ هو أفضل بكثير مما يطبق اليوم في العديد من بورصات العالم من صيغ ونماذج ثبت بالدليل القاطع فشلها. أو ثبت أن ضررها أكثر من نفعها. ولا مانع من أن نجيئ بهذه النماذج المعاصرة ونعرضها على النصوص والأصول والقواعد الشرعية، ونجيز منها ما يتفق ويتواءم ونرفض منها ما يتعارض. والأفضل من ذلك أن ننتج نحن من خلال ما لدينا من أصول ونصوص صيغاً إسلامية تحقق الكفاءة الاقتصادية في واقعنا المعاصر.

أو على الأقل نجمع بين هذا النهج وذاك، بدلاً من الاقتصار على الإطلاع على ما يطبق هناك ثم عرضه على ما لدينا من أصول، كما هو مشاهد الآن.

صفحه أبيض

مراجع البحث مرتبة حسب ورودها فيه

١- د. منير هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر - الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول: الاسكندرية، منشأة المعارف ٢٠٠٢م.

٢- د. منير هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية ١٩٩٩م.

٣- د. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٣م.

٤- د. محمد عمر شابرا، نحو نظام نقدي عادل، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، فرجينيا، الولايات المتحدة الأمريكية، ١٩٨٧م.

٥- د. معبد الجارحي، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام، ندوة الإدارة المالية، المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية، عمان ١٩٨٩م.

٦- د. نظير رياض وآخرين، الإدارة المالية والمتغيرات المعاصرة، القاهرة ٢٠٠١م.

٧- موريس آليه، الشروط النقدية لاقتصاد الأسواق - من دروس الأمس إلى اصلاحات الغد، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، سلسلة محاضرات العلماء البارزين رقم (١) ١٩٩٣م.

٨- ندوة الأسواق المالية من الوجهة الإسلامية، الرباط، في شهر ربيع الثاني ١٤١٠هـ.

٩- د. على القره داغي، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السابع، الجزء الأول ١٤١٢هـ، ص ١٦٤ .

صفحه أبيض